

2015年03月27日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(人民币/港币)

5.2/6.2

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2015/3/26)	4.72
上证综指(2015/3/26)	3682.10
股价 12 个月高/低	5.15/3.38
总发行股数(百万)	356406.26
A 股数(百万)	269612.21
A 市值(亿元)	16822.38
主要股东	中央汇金投资有限公司 (35.12%)
每股净值(元)	4.05
股价/账面净值	1.17
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.8 2.2 50.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-08-29	3.44	买入
2014-03-28	3.20	买入

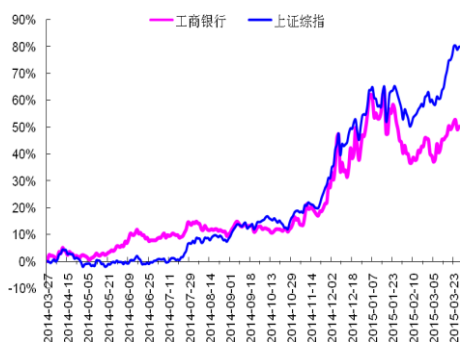
产品组合

净利息收入	75.2%
手续费净收入	20.7%
其他净收入	4.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.3%
一般法人	94.3%

股价相对大盘走势



工商银行(601398.SH/1398.HK) Buy 买入 (维持)

年报点评: 盈利延续稳健, 互联网布局起航

结论与建议:

工行发布年报, 2014年实现归母净利润约2758亿元, YOY增5.0%; Q4单季度营收增长15.3%, 净利润降3.1%, 总体符合预期。单季度利润负增长, 主要源于单季度拨备支出的增加, 单季度信用成本激增至0.91%, 远高于同期0.41%的水平。我们仍看好工行作为国有大行其盈利的稳定性, 互联网方面的探索也值得关注, 并且分红吸引力大, 具备长期投资价值, 给予A/H股均为买入的建议。

■ **盈利稳定, 符合预期:** 工商银行 2014 年实现营收 6589 亿元, YOY +11.7%, 实现净利润 2758 亿元, YOY 增 5.0%; Q4 单季度营收增长 15.3%, 净利润降 3.1%, 总体符合预期。单季度利润负增长, 主要来自于单季度拨备支出的增加, 单季度计提 242.7 亿元, 同比及环比分别多提了 145.7 亿元、159.8 亿元, 单季度信用成本激增至 0.91%, 远高于同期 0.41% 的水平。

■ **息差环比扩大:** 得益于息差的表现良好, 收入端仍表现不错, Q4 净息差环比增 8BP 至 2.64%; 资产规模方面继续平稳增长, Q4 末生息余额环比增 2.3%, 其中贷款增 1.56%, 同业资产环比增 23.2%, 同业资产的增加也是公司息差得以提升的主要原因, 量价齐升带动净利息收入同比增 11.3%, 利息收入的增速提升也部分缓解了手续费收入的疲弱。展望未来, 利率市场化渐行渐近, 且近期的连续两次降息出台后, 都将对 2015 年银行息差形成拖累, 不过工行有望通过出色资产负债管理能力, 部分对冲上述因素带来的负面效果, 这在 2014 年已得到充分的体现。

■ **资产质量压力仍在:** 年末不良贷款约 1244.97 亿元, 环比增 371.4 亿元; 不良率 1.13%, 环比升 7BP; 拨备覆盖率 206.9%, 环比降 10BP。不良上升幅度虽小于行业, 不过公司本年核销明显增加, 加回不良后资产质量状况仍不宜乐观。Q4 公司核心一级资本充足率与资本充足率分别为 11.92%、14.53%, 资本充足率环比有明显提升, 符合监管要求。

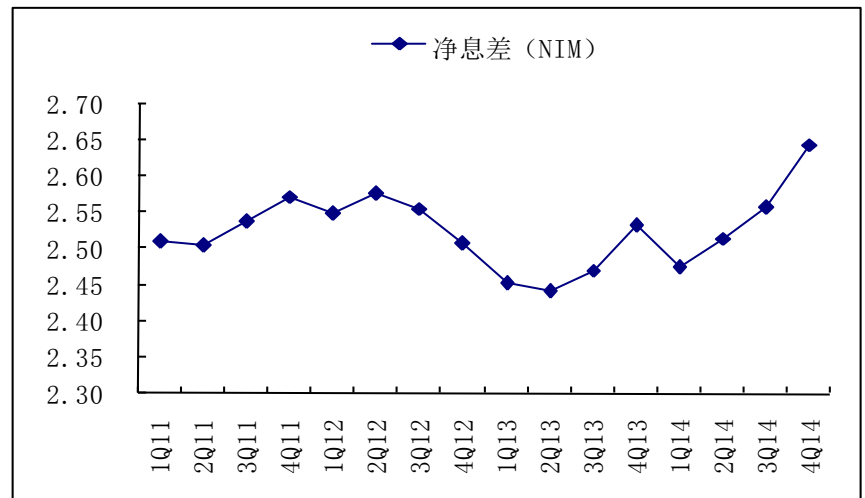
■ **积极探索互联网:** 在金融脱媒加剧的背景下, 公司虽身为大型传统银行, 但也积极向互联网金融业探索, 此前工行发布了互联网金融品牌 (e-ICBC), 三大平台和产品线战略布局谋定, 三大平台分别为“融 e 购”电商平台、“融 e 联”即时通讯平台、“融 e 行”直销银行平台; 三大产品线分别为支付、融资、投资理财。“融 e 购”开业一年, 交易额突破 700 亿元, 跻身国内电商前列, 融资方面, 小额“e 贷”余额达 1527 亿, 支付方面, “e 支付”用户超过 4100 万客户, 全年交易规模超 500 亿元。公司作为传统大行, 有先天的信用优势、客户优势与海量的大数据支撑, 看好公司在互联网方面的探索, 未来或将在行业转型中成为契机。

■ **盈利预测与投资建议:** 工行盈利稳健性在上市商行中明显处于较优水平, 互联网方面的探索也值得称道, 并且分红吸引力大, 具备长期投资价值。公司今年 450 亿元境内优先股募资有望完成, 将有效补充资本消耗, 预计 2015/2016 年净利润分别为 2910/2986 亿元, YOY 分别增长 5.3%/2.6%, 折合 EPS 分别为 0.82 元、0.84 元, 目前股价对应 2015 年 PE/PB 分别为 5.7X、0.94X, 港股 PB 仅为 0.89X 左右, 估值偏低, 维持 A/H 均为买入的投资建议。

■ 风险提示：宏观经济超预期下行；利率市场化提速。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	238,691	262,965	276,286	291,042	298,639
同比增减	%	14.51%	10.17%	5.07%	5.34%	2.61%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	0.75	0.78	0.82	0.84
同比增减	%	14.51%	10.17%	5.07%	5.34%	2.61%
市盈率(P/E)	X	6.99	6.34	6.04	5.73	5.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.26	0.26	0.29	0.29
股息率 (Yield)	%	5.06%	5.54%	5.41%	6.09%	6.25%

表：工行季度净息差 (%)



来源：公司财报、群益整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入净额	536,945	589,637	658,892	707,149	736,120
净利息收入	417,828	443,335	493,522	554,599	572,066
手续费及佣金净收入	106,064	122,326	132,497	145,739	157,398
营业支出	229,487	252,591	299,280	331,575	350,800
营业利润	307,458	337,046	359,612	375,574	385,320
拨备前利润总额	341,203	375,367	416,341	471,002	488,614
资产损失准备	33,745	38,321	56,729	95,428	103,294
利润总额	308,687	338,537	361,612	377,977	387,843
所得税	69,996	75,572	85,326	86,935	89,204
净利润	238,691	262,965	276,286	291,042	298,639

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
现金及存放央行款项	3,174,943	3,294,007	3,788,108	4,356,324	5,009,773
存放同业款项	411,937	306,366	321,684	337,769	354,657
交易性金融资产	221,671	372,556	558,834	838,251	1,257,377
持有到期投资	2,576,562	2,624,400	2,755,620	2,893,401	3,038,071
可供出售金融资产	920,939	1,000,800	1,090,872	1,189,050	1,296,065
客户贷款	8,583,289	9,681,415	10,768,750	11,656,441	11,889,570
固定资产	132,879	160,704	176,774	194,452	213,897
其他资产	260,003	265,279	278,543	292,470	307,094
资产总计	17,542,217	18,917,752	20,431,172	22,065,666	23,830,919
同业存放款项	1,232,623	867,094	910,449	955,971	1,003,770
客户存款	13,642,910	14,620,825	15,556,601	16,838,965	17,175,745
负债合计	16,413,758	17,639,289	18,893,868	20,295,528	21,821,870
股本(百万股)	349,084	351,390	353,495	353,495	353,495
股东权益总额	1,128,459	1,278,463	1,537,304	1,770,138	2,009,049
负债和所有者权益总计	17,542,217	18,917,752	20,431,172	22,065,666	23,830,919

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	533,508	-1,947	201,457	211,530	222,106
投资活动产生的现金流量净额	-126,670	-164,161	-146,741	-154,078	-161,782
筹资活动产生的现金流量净额	-49,279	-65,465	-26,344	-27,661	-29,044
现金及现金等价物净增加额	353,339	-244,245	36,862	38,705	40,640

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。